

# 金融衍生市场评介

● 秦国楼

导语：英国“巴林银行”事件将金融衍生市场的功能、作用与风险等问题推至金融讨论的焦点。本栏目推介一篇“金融衍生市场评介”，并将在“金融市场”栏目就“金融衍生市场”及“巴林银行”事件相关问题展开讨论，欢迎广大读者来稿。

## 一、金融衍生市场的特点和功能

与现货市场或基础市场相比，衍生市场具有以下特点：

1. 衍生市场上衍生工具的价值依赖于现货市场上的基础资产和指数。利率、货币和股指期货市场分别由货币或资本市场、外汇市场、股票市场衍生而来，其价值也由这些现货市场决定。货币利率互换或其它组合工具由上述两个以上现货市场共同衍生而成，新兴的“构造工具”是根据现货市场上的特定资产项目构造的。

2. 高倍的杠杆率。在现货市场上，要完成某笔交易，必须有十足的货款保证，而在衍生市场上，只需缴纳不到 10% 的保证金（margin）或期权费（premium）便可，因而衍生市场是投机者以小搏大的天堂。

3. 宽松的管制。衍生业务属表外业务（off-balance），市场透明度低，OTC 更是如此。金融监管当局难以象表内业务（on-balance）那样对市场交易进行严密监管。

4. 高风险与高收益并存。衍生市场的上述特征决定了该市场既有极高的收益机会，又有极大的损失风险。衍生市场为某些交易商创造了丰厚的利润，如 S.P 摩根银行总收益的 1/5 以上来自衍生业务；而某些过度投

机或经营不善的市场参与者也因之陷入困境，甚至破产。比如美国加州奥兰治郡（Orange County）地方财政基金因参与高达 300% 的杠杆率的衍生债券投资，造成 15 亿美元的亏损而被迫于 94 年 12 月申请破产。

高风险、高收益是衍生市场的基本特征，与这一特征相联系，衍生市场具有下述功能：

1. 风险管理功能。这是衍生市场诞生的原动力。比如，持有国库券 T-B 或类似债券的投资者可以出售 T-B 期货或期权，以防止预期利率上涨导致债券价格下降的风险，固定未来出售债券的收入；筹资者可以出售 CD 期货或期权固定筹资成本，防止利率上涨风险。

2. 投资收益功能。衍生工具不仅是风险管理工具，也是一种以小搏大的投资（机）方式。这是因为：市场风险是非系统风险（Unsystematic Risk），不可能通过市场交易消除，风险厌恶者把衍生工具作为风险管理手段，在防范风险损失的同时也失去了收益机会；风险承担者在承受损失风险时，也捕捉到巨大的盈利机会。衍生市场中间人与交易所受丰厚的手续费、佣金所吸引、不遗余力地开拓新的衍生业务领域，尽可能地满足交易双方的需要，极大地刺激了衍生市场的发展。

3. 资产负债组合功能。相对现货市场而言，衍生工具不须进行现货交割，交易费用低，并且场内衍生工具的流动性极强，因此，利用衍生市场建立特定的资产组合结构或对特定的资产负债组合结构进行调整，成本低，方便快捷。比如，在利率缺口管理中，如果某公司或金融机构处于负缺口状态，即利率敏感性资产小于利率敏感性负债，为建立对称的资产负债结构，有两种方法：一是调整资产或负债的有关项目，如增加利率敏感性资产或减少利率敏感性负债；二是利用衍生工具进行调整。前者不仅成本高，且受外部条件限制，而使用衍生工具则便利得多。

衍生市场的组合功能提高了现货市场的运作效益。正如美国银行监管组织（包括 FDIC、FR 和 OCC）的一份联合报告中指出：“没有对货币头寸进行管理的相关衍生市场，基础市场就不可能正常运作，尽管某些衍生工具还存在某些问题”。

## 二、金融衍生市场上风险类型及管理

（一）衍生市场主要有五种风险：

1. 信用风险（Credit Risk），即交易对手无法履行合约承诺的风险。交易所市场上衍生业务的交易对手是交易所或隶属交易所的清算所，违约风险较

小,信用风险主要体现在场外衍生市场。交易对手的信誉以及对交易对手的了解程度是影响衍生业务信用风险的关键因素。

2. 市场风险 (Market Risk), 指市场价格不利变化而造成亏损的风险。就期货与互换业务而言,市场风险是其基础价格或利率变动的风险;对期权而言,还受基础工具价格波动幅度和期权行使期限影响。所有的衍生业务的市场风险均受市场流动性及全球和地方性的政治、经济事件影响。

3. 流动性风险 (Liquidity Risk) 是指证券商和银行(后文简称“机构”)无法在市场上找到适当对手,因而只能以低于市价出货或高于市价进货造成损失的风险。场内衍生业务的交易对手是交易所或清算所,流动性强,流动性风险较小,场外衍生工具往往按顾客的需求剪裁,流动性差,流动性风险较大。

4. 运作风险 (Operation Risk), 指人为错误或系统故障引起损失的风险,该种风险往往与人为差错、运作系统失效和内部控制不适当有关。

5. 法律风险 (Legal Risk), 指合约无法履行或草拟条文不足而引起损失的风险。由于衍生工具处于不断创新中,适用的法律不能配套,某些衍生工具交易的合法性便难以得到保证,交易双方可能因得不到法律保护而遭致损失。在 OTC 交易中,这类风险便加突出。

## (二) 金融衍生市场的风险管理

鉴于衍生市场的高风险特征,衍生市场的风险管理显得尤为重要。衍生市场的风险管理包括三个方面:

1. 机构的风险管理。衍生业务属表外业务,透明度低,因而机构自身的风险管理是总体风险管理的基础。机构风险管理的关键因素和基本原则是:

(1) 建立由董事会、高层管理部门和风险管理部组成的风险管理系统。高层管理部门负责拟定风险管理的书面原则和程序,并报经董事会同意,董事会定期考核机构风险暴露状况,并对上述规则和程序进行评估。风险管理部独立于衍生业务部门,是联系董事会、高层管理部门和衍生业务部门之间的纽带。

(2) 制定合理的风险管理过程。这一过程包括:①风险衡量系统,对机构的各类风险进行全面、准确和及时的衡量;②风险限定系统,为机构各类风险设置分类界限,保证风险暴露超过界限时要及时报告管理层,并由其授权同意。③管理资讯系统,由风险管理部将所衡量的风险及时向管理部门和董事会报告。

(3) 实施全面的内部控制与稽核。衍生业务风险管理规则和程序是内部控制总体框架的延伸。内部稽核人员对风险管理过程和内部控制系统进行定期检查,对机构的风险管理部门的独立性和总体有效性进行评估。

2. 交易所和民间组织的风险管理。衍生工具交易所或清算所对场内的衍生业务的风险管理包括:①调查交易双方的信用,审查其交易资格;②设置交易价格波动的最高幅度;③向金融监管当局报告场内业务状况,配合当局实施对衍生市场的监管。

场外衍生业务的民间组织——国际互换与衍生业务联合会 (International Swaps and Derivatives Association) 在对场外衍生业务的风险管理方面发挥了重要作用:①对会员提供非法律约束和非正式的业务咨询服务;②制定场外业务运作规则,对市场参与者的道德准则、礼貌、执业水平和补偿措施等方面统一标准;③实施教育规划,对会员及监管当局进行场外业务的培训。

3. 金融监管当局的风险管理。为了维护金融业的健康与稳定,发达国家的金融监管当局十分重视对衍生市场的风险管理。

(1) 运用资本条件 (Capital Requirement), 即规定资本与资产的充足比例的方法进行监管。目前国际上有三种资本条件衡量方法:①欧共体与巴塞尔委员会采用的基本因素法 (Building Block Approach); ②英国采用的组合法 (Portfolio Approach); ③美国等国采用的综合性法 (Comprehensive Approach)。

(2) 改革会计制度,增加衍生市场的透明度。作为衍生业务发源地和中心的美国专门制订了第 105 号财务会计准则 (FASB105 #), 并从 1994 年开始执行。根据该准则,衍生业务交易商必须按合约净值在资产负债表中反映信用风险,监管当局因而能及时了解交易商的风险暴露状况。

(3) 与个别机构达成书面协议,直接对机构发出警戒指令。1994 年底美国联储 (FR) 曾与美一家主要衍生业务交易商——信孚银行达成协议,要求该银行向客户说明衍生工具的风险。书面协议是一种比较严厉的制裁措施,监管当局较少运用。

(4) 建立场外衍生业务清算所,监管者可以通过清算所对场外交易进行监管。但市场人士认为建立场外清算所会扼杀 DTC 衍生市场的活力,一致反对这一举措,因此这一方案暂时被搁置。

鉴于衍生市场是新兴的国际化市场,各国金融监管当局之间的配合和协议至关重要。国际金融监管的重要组织——巴塞尔委员会和国际证券监管委员会 (IOSCO) 在这方面正发挥着越来越大的作用。

(作者单位:厦门大学财经系)